

买入

王府井 (600859.SH)

1-2月开局良好，期待免税新政新机遇

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 商贸零售 · 一般零售

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师：	曾光	0755-82150809	zengguang@guosen.com.cn	执证编码：S0980511040003
证券分析师：	张峻豪	021-60933168	zhangjh@guosen.com.cn	执证编码：S0980517070001
证券分析师：	钟潇	0755-82132098	zhongxiao@guosen.com.cn	执证编码：S0980513100003
联系人：	杨玉莹	0755-81982942	yangyuying@guosen.com.cn	

事项：

公司公告：1-2月销售同比增长13%，万宁项目试营业表现良好，预计4月上旬正式营业。

国信社服观点：

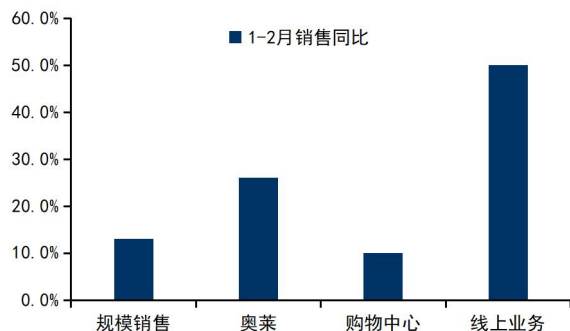
- 1) 公司2022年业绩承压筑底，但主要受核心门店阶段关店、大幅减租等影响，但今年1-2月在相对不低的基数上，规模销售同比增长13%，实现开门红。
- 2) 万宁免税项目试营业阶段良好，春节销售7132万；预计4月上旬免税项目正式营业，引入品牌近300个，全年万宁项目销售目标上看20亿元。
- 3) 国人离境市内免税政策节奏预期变化带来短期情绪扰动，但伴随未来出境游恢复提速（3月15日起跟团游国家增加至60个，Q2后国际航班有望逐步恢复），全年来看政策仍有期待。
- 4) 我们下调2022-2024年EPS至0.17/1.04/1.25元（此前为0.56/1.04/1.25元，主要下调2022年业绩预测，23-24年基本不变），对应PE147/24/20x。
- 5) 公司目前市值仅284亿，参考我们此前深度报告，基于公司传统有税业务（2021年业绩约13亿元，按此前王府井+首商股份二者市值合计即150-160亿）和公司免税全牌照优势及海南布局（对应中线市值约100亿），我们认为上述市值相对已有较良好支撑。公司作为北京国资旗下唯一拥有免税经营全牌照的企业，未来市内免税政策催化有望带来向上弹性，坚定公司“买入”评级。
- 6) 风险提示：政策节奏等可能低于预期，新进入者竞争加剧等市场风险，宏观系统性及汇率等风险。

评论：

◆ 公司1-2月销售同比增长13%，实现开门红

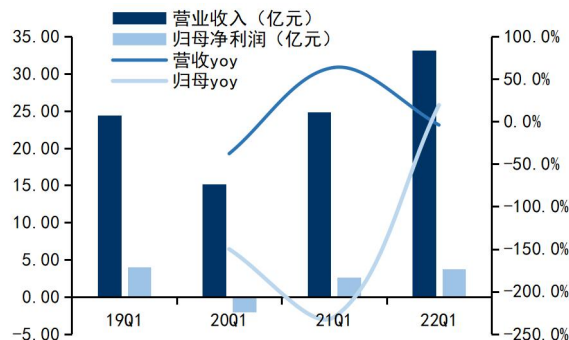
公司公告：1、1-2月公司规模销售同比增长13%，其中奥莱业态规模销售同比增长26%+，购物中心同增近10%。分地区看，西安、内蒙古、太原、昆明、银川、河南六个地区经营情况较好。此外，自营业务方面，公司旗下买手制潮奢品牌集合店睿锦尚品销售同比实现超47%的大幅增长。2、从线上业务来看，1-2月线上销售同比大增近50%。此外跨境电商方面，公司首家跨境电商体验店已于1月正式亮相北京赛特奥莱，跨境电商小程序“WFJ王府井全球购”也已于同期上线运营。整体来看，公司1-2月经营良好，在去年1-2月相对不低的基数上仍同比良好增长，实现开门红。

图1: 公司 1-2 月销售同比增长 13%，实现开门红



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2: 从 2023 年 1-2 月同比基数看，2022Q1 相对并不低



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 万宁免税项目试营业初步验证“有税+免税”联动潜力，预计 4 月上旬正式营业

万宁免税项目试营业初步验证“有税+免税”联动潜力。公司旗下离岛免税项目王府井国际免税港已于 2023 年 1 月 18 日试营业，自试营业至 1 月 31 日，到店客流同比增长 128%，整体销售同比增长 67%。春节 7 天，累计日均销售超过 7132 万元。同时，结合我们的持续跟踪，在春节后的一段时间内，公司万宁项目销售额仍持续位居公司内部奥莱等项目第一，初步验证“有税+免税”联动成效。

目前，公司预计 4 月上旬万宁免税项目正式营业，预计将引进免税品牌近 300 家，涵盖九大经营品类，包括香化、珠宝腕表、酒水、特色户外体育用品、食品、数码家电、玩具及健康保健等，其中 20 家是海南首店，为消费者提供更加丰富的免税产品购物选择。

2023 年目标：力争万宁项目今年销售 20 亿元。根据中新网报道，结合万宁市今年 2 月所做的政府工作报告，万宁市明确提出 2023 年万宁市将提高免税购物服务水平，力争实现离岛免税购物 20 亿元（万宁有且仅有王府井这一离岛免税项目），建设全省免税购物新高地。上述政府目标预计也积极推动公司招商和营销拓展，加之出行放开下，今年万宁区域旅游客流有望逐步复苏，从而有望助力万宁项目经营表现。

图3: 万宁区域客流变化



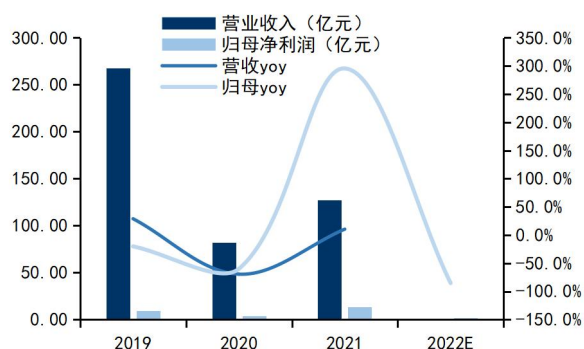
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 2022 年业绩承压筑底，但主要受外部不利环境影响

公司此前发布 2022 年业绩预减公告，预计 2022 年归母净利润 1.7-2.3 亿元，同比下降 87%-83%；扣非业绩-3000 万~3000 万元，同比下降 103%-97%。非经主要来自收购确认投资收益 3.01 亿元+交易性金融资产

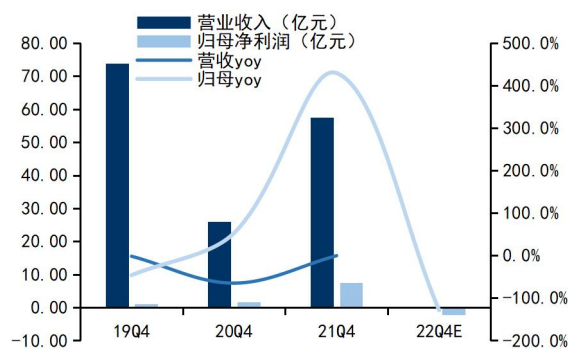
公允价值-0.55 亿元综合影响。公司 2022 年业绩显著低于其 2020、2021 年水平，承压显著。

图4：公司 2019-2022 年收入和业绩变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5：公司 Q4 收入和业绩变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2022Q4，公司预计归母净亏损 1.8-2.4 亿元，同比下降 125%-133%；扣非亏损 2.1-2.7 亿元，同比下降 155%-171%，主要受疫情下大规模关店和减租影响。

2022 年整体业绩承压原因：1）疫情扰动下，公司大型门店均停业 31 天，其中 8 家门店闭店时间超过两个月，包括部分核心门店，Q4 受疫情影响最为严重，公司所属门店累计闭店时间接近前三季度累计闭店时间总和，直接导致业绩亏损；2）公司响应政策号召，为商户减租 3.92 亿元；3）计提减值 0.69 亿元。

◆ 市内店政策预期节奏影响短期情绪，但全年来看我们预计政策仍有期待

公司近期股价调整，我们预计主要与部分市场投资者对国人离境市内免税政策节奏预期变化相关。此前部分投资者可能对市内免税政策节奏预期相对乐观，但近期担忧政策或有不确定，或认为后续政策出台时点仍不明朗，从而带来调整。

我们认为，2023 年市内免税政策仍有期待，核心建议跟踪出境游恢复节奏。结合我们此前报告，我们认为，参考韩国经验，国人离境市内免税政策可以在消费回流中发挥重要作用。根据韩国商会（KCCI）2012 年的抽样调查，韩国人在韩国人均免税消费（约为 46 万韩元）已经明显超过其在国外的平均消费（约 39 万韩元）。鉴于此，我国政府曾多次发文提及建设中国特色市内免税店政策。2020 年文件明确“服务境外人士和我出境居民并重”+“完善市税店政策”等，国人离境市内免税政策已呼之欲出，但此后因疫情国门限制等因素相对搁置。伴随今年 1 月 8 日出入境限制放开，在出境游逐步期待的情况下，我们仍预计国人离境市内免税店政策有望渐行渐进，2023 年或值得期待，其中核心建议跟踪出境游恢复节奏。我们预计不排除出境游客流有一定规模恢复后，相关政策预期或有进一步加速。

表1：国人离境市内店相关政策进展

时间	政策/会议	内容
2020 年 3 月	关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见	科学确定免税业功能定位，坚持服务境外人士和我出境居民并重，加强对免税业发展的统筹规划，健全免税业政策体系。完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店。鼓励有条件的城市对市内免税店的建设经营提供土地、融资支持，在机场口岸免税店为市内免税店设立离境提货点。根据居民收入水平提高和消费升级情况，适时研究调整免税限额和免税品种类。
2020 年 4 月	商务部《关于统筹推进商务系统消费促进重点工作指导意见》	配合财政等相关部门，完善免税店政策，做好增设口岸出境免税店和市内免税店等工作
2022 年 4 月	国务院办公厅印发《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》	完善市内免税店政策，规划建设一批中国特色市内免税店
2022 年 12 月	扩大内需战略规划纲要（2022—2035 年）	更好满足中高端消费品消费需求。促进免税业健康有序发展。促进民族品牌加强同国际标准接轨，充分衔接国内消费需求，增加中高端消费品国内供应。培育建设国际消费中心城市，打造一批区域消费中心。深入推进海南国际旅游消费中心建设。

资料来源：中国政府网，国信证券经济研究所整理

预计今年 Q2，出境游有望逐步回升，Q3 或有望进一步加速，出境游客流显著恢复预计有望带来政策催化。今年 1 月 8 日，出入境限制放开，但短期出境游恢复仍相对较慢，核心受制于一是国际航班恢复有限，二是跟团游目的地较有限，三是部分国家限制。但以上三点预计后续有望逐步改善。1、根据文旅部最新文件，3 月 15 日起，恢复出境团队游国家将从此前的 20 个增加至 60 个，增加了法国、希腊、西班牙、意大利、丹麦、葡萄牙等热门目的地。2、3 月 10 日，美国疾病控制与预防中心（CDC）宣布，美国从当日 4 时开始取消针对中国赴美旅客的强制性新冠病毒检测要求。此前，韩国、日本、澳大利亚等多国也相继宣布放宽对中国游客入境限制。3、结合携程 2022 年报电话会议，梁建章预计随着国际航班运力的恢复，中国出境游将在二季度开始逐步回升。随着一季度的准备，预计二季度国际航班恢复有望加速。我们认为出境游 Q2、Q3 若恢复加速有望成为市内免税政策的重要催化。

◆ 投资建议：1-2 月经营开门红，关注后续市内免税政策节奏，维持“买入”评级

我们下调 2022-2024 年 EPS 至 0.17/1.04/1.25 元（此前为 0.56/1.04/1.25 元，主要下调 2022 年业绩预测，23-24 年维持不变），对应 PE147/24/20x。但今年 1-2 月，公司经营已开启复苏，且公司未来核心看点在于免税尤其市内免税业务预期。

结合我们此前报告，未来若国人离境市内免税政策落地，北京和上海作为中国最主要出境游口岸，其离境市内免税空间最值得期待。而公司作为北京国资旗下唯一拥有免税经营全牌照的企业，未来政策落地后，有望“有税+免税”联动，“市内+机场+离岛”免税协同，其北京国人离境市内免税店布局尤其具有较大想象空间，且从 0 到 1 的发展也带来良好成长弹性。短期虽然因政策节奏预期有所调整，但立足全年，伴随国人出境游逐步恢复，我们仍然认为国人离境市内免税政策可期待。

公司目前市值仅 284 亿，基于公司传统有税业务（2021 年业绩约 13 亿元，按此前王府井+首商估值即 150-160 亿）和公司免税全牌照优势及海南布局，我们认为上述市值相对已有较良好支撑，未来市内免税政策催化有望带来向上弹性，坚定公司“买入”评级。

◆ 风险提示

政策节奏等可能低于预期，新进入者竞争加剧等市场风险，宏观经济系统性风险，大规模传染疫情风险，机场保底租金压力，汇率大幅贬值风险，自然灾害、恶劣天气等，新项目开业经营可能低于预期。

表2：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS				PE				投资评级
		2023/3/10	亿元	21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	
600859.SH	王府井	25.00	283.76	1.18	0.17	1.04	1.25	21.19	147.06	24.04	20.00	买入
601888.SH	中国中免	181.73	3,759.74	4.94	2.43	6.13	8.30	36.76	74.79	29.65	21.90	买入
603069.SH	海汽集团	25.53	80.67	-0.23	-0.03	0.20	0.27	-111.00	-851.00	127.65	94.56	无评级
002163.SZ	海南发展	11.49	97.09	0.13	-0.04	0.12	0.23	88.38	-287.25	95.75	49.96	无评级

资料来源：wind，国信证券经济研究所 其中：海汽集团、海南发展系 wind 一致预期

相关研究报告：

《王府井（600859.SH）-御政策东风，开新局之年》——2023-01-09

《王府井（600859.SH）-第三季度经营承压，免税项目获批开启新征程》——2022-10-31

《王府井（600859.SH）-万宁离岛免税项目获批，“有税+免税”双轮成长启航》——2022-10-12

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E	
现金及现金等价物	7236	14303	14592	15761	17618	营业收入	8223	12753	9841	13920	16296
应收款项	387	473	391	534	625	营业成本	5310	7379	6362	8209	9760
存货净额	1035	1756	1420	1853	2223	营业税金及附加	210	331	256	362	424
其他流动资产	515	486	394	557	652	销售费用	1128	1644	1496	1848	2119
流动资产合计	9173	17048	16827	18735	21149	管理费用	894	1419	1455	1648	1814
固定资产	5514	6939	7470	7672	7616	研发费用	0	0	0	0	0
无形资产及其他	843	1194	1147	1100	1054	财务费用	19	363	312	295	285
投资性房地产	5082	12423	12423	12423	12423	投资收益	62	233	302	50	40
长期股权投资	1392	1547	2247	2747	3047	资产减值及公允价值变动	(82)	64	10	0	0
资产总计	22004	39151	40114	42678	45289	其他收入	(18)	(9)	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	574	3226	5000	4800	4800	营业利润	624	1906	274	1608	1933
应付款项	2308	2850	2340	3088	3706	营业外净收支	23	0	0	0	0
其他流动负债	3937	4558	3869	4938	5814	利润总额	647	1906	274	1608	1933
流动负债合计	6819	10634	11209	12826	14320	所得税费用	292	528	76	402	483
长期借款及应付债券	2775	739	739	739	739	少数股东损益	(32)	38	5	32	39
其他长期负债	278	7675	7925	8025	8125	归属于母公司净利润	387	1340	192	1174	1411
长期负债合计	3052	8414	8664	8764	8864	现金流量表（百万元）					
负债合计	9872	19048	19873	21590	23183	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
少数股东权益	633	756	760	785	814	净利润	387	1340	192	1174	1411
股东权益	11499	19347	19482	20304	21292	资产减值准备	(29)	(1)	1	0	(0)
负债和股东权益总计	22004	39151	40114	42678	45289	折旧摊销	389	480	775	845	903
关键财务与估值指标						公允价值变动损失	82	(64)	(10)	0	0
每股收益	0.50	1.18	0.17	1.04	1.25	财务费用	19	363	312	295	285
每股红利	0.64	0.28	0.05	0.31	0.37	营运资本变动	(1130)	441	(438)	1178	1037
每股净资产	14.81	17.08	17.20	17.92	18.79	其它	38	30	3	24	30
ROIC	2.78%	6.66%	0%	6%	7%	经营活动现金流	(263)	2227	523	3222	3382
ROE	3.36%	6.93%	1%	6%	7%	资本开支	0	(1901)	(1251)	(1001)	(801)
毛利率	35%	42%	35%	41%	40%	其它投资现金流	0	(31)	0	0	0
EBIT Margin	8%	16%	3%	13%	13%	投资活动现金流	(205)	(2087)	(1951)	(1501)	(1101)
EBITDA Margin	13%	19%	11%	19%	19%	权益性融资	(12)	3909	0	0	0
收入增长	-69%	55%	-23%	41%	17%	负债净变化	99	(45)	0	0	0
净利润增长率	-60%	247%	-86%	511%	20%	支付股利、利息	(496)	(321)	(58)	(352)	(423)
资产负债率	48%	51%	51%	52%	53%	其它融资现金流	(117)	3750	1774	(200)	0
股息率	1.8%	1.1%	0.2%	1.2%	1.5%	融资活动现金流	(921)	6927	1716	(552)	(423)
P/E	50.2	21.1	147.3	24.1	20.1	现金净变动	(1389)	7067	289	1169	1857
P/B	1.7	1.5	1.5	1.4	1.3	货币资金的期初余额	8625	7236	14303	14592	15761
EV/EBITDA	27.4	19.3	46.0	18.5	16.7	货币资金的期末余额	7236	14303	14592	15761	17618
						企业自由现金流	0	451	(717)	2413	2774
						权益自由现金流	0	4156	832	1991	2560

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032